

зань приватними чи корпоративними підприємствами перед державою в частку держави в майні (активах) даного боржника-підприємства;

- зняття перешкод і створення умов зрошення вітчизняного банківського і промислового капіталів і формування могутніх промислово-фінансових груп;
- реалізація на практиці численних пропозицій, спрямованих на зниження податкового навантаження, особливо у відношенні капіталів, що функціонують у сфері матеріального виробництва.

Слід враховувати три головних фактора, що детермінуватимуть розвиток світового господарства в перспективі. По-перше, зрушення в структурі господарства, в тому числі швидкий розвиток сфери послуг, що переважно означає трудомісткий, але малокапітало- і малоресурсомісткий тип розвитку. По-друге, перехід до наукомісткої економіки і зниження частки ресурсомістких галузей. По-третє, у зв'язку з масовим застосуванням інноваційних технологій у виробництві, буде продовжуватись зниження ціни на одиницю продуктивності устаткування. Українські підприємства зможуть використати ці фактори лише при умові проведення політики покращення їх фінансового становища.

1.Єрохін С.А. Структурна трансформація національної економіки (теоретико-методологічний аспект). – К.: Світ Знань, 2002. – 304 с.

2.Дикань В.Л., Писаревський І.М. Економіка підприємства. – Харків: ХФВ "Транспорт України", 2001. – 235 с.

3.Бойчик І.М., Харів П.С., Хопчан М.І. Економіка підприємства. – Львів.: Новий світ, 2001. – 268 с.

4.Офіційний сайт Держкомітету статистики України <http://www.ukrstat.gov.ua>.

5.Федулова Л. Перспективи інноваційно-технологічного розвитку промисловості України // Економіка України. – 2008. – № 7. – С.24- 38.

Отримано 02.10.2008

УДК 658.15 (075.8)

Т.В.МОМОТ, д-р екон. наук

Харьковская национальная академия городского хозяйства

А.В.НЕДАВНЯЯ

ОАО «Трест Жилстрой - 1», г.Харьков

ФАКТОРНЫЙ АНАЛИЗ ПРИБЫЛЬНОСТИ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА: РАСШИРЕННЫЙ ПОДХОД С УЧЕТОМ ФИНАНСОВОГО И ОПЕРАЦИОННОГО ЛЕВЕРИДЖА

Рассматриваются модели факторного анализа прибыльности собственного капитала предприятия. Предлагается использовать в анализе модель рентабельности собственного капитала с учетом влияния эффекта финансового и операционного левериджа.

В связи с обострением финансовых проблем на многих предприятиях все более актуальной становится необходимость оценки их состояния. Для определения эффективности бизнеса часто используется показатель рентабельности собственного капитала, который многие авторы рассматривают как сумму рентабельности активов и определенного эффекта финансового рычага, упуская при этом из вида другой немаловажный фактор, влияющий на величину прибыльности собственного капитала (*Return on Equity* - *ROE*) – операционный левирдж.

Вопросам определения влияния финансового левирджа на изменение рентабельности собственного капитала как объективного фактора, возникающего с появлением заемных средств в объеме используемого предприятием капитала посвящены работы И.А.Бланка, С.Росса, Л.Фрасера [1-3]. Эффект операционного рычага рассматривается И.А.Бланком в нескольких модификациях как показатель, характеризующий конкретное соотношение прироста суммы операционной прибыли и суммы объема реализации [1].

Определение величины обоих рычагов (операционного и финансового) является важным для объяснения причин изменения рентабельности собственного капитала как одного предприятия в течение разных временных периодов, так и различий между величиной *ROE* нескольких предприятий за выбранный отрезок времени, что подтверждается доказательствами, полученными американскими учеными Ahmet Tezel и Ginette M. McManus в ходе исследования финансовой отчетности более 350 предприятий [4].

В общем виде рентабельность собственного капитала рассчитывается как отношение чистого дохода к балансовой стоимости инвестированного капитала. При этом в расчет принимается доход после выплаты процентов, влияние на который оказывают как инвестиционные решения, так и решения, связанные с политикой относительно запасов. Следует отметить, что, привлекая заёмный капитал, предприятия могут увеличивать рентабельность собственного капитала, если рентабельность чистых операционных активов (*Return on Net Operating Assets* – *RNOA*) больше, чем средневзвешенная цена привлечения заёмного капитала (K_d). В формализованном виде:

$$ROE = RNOA + (RNOA - K_d) D / E,$$

где *RNOA* – рентабельность чистых операционных активов; *D/E* – отношение заёмного и собственного капитала, показывает величину финансового рычага (*Financial Leverage* – *FLEV*), т.е. характеризует использование предприятием заемных средств для формирования операционных активов.

Первый элемент формулы показывает эффективность функционирования предприятия при генерации операционной прибыли его активами, независимо от принятых финансовых решений.

Второе слагаемое ($RNOA - K_d D / E$) показывает степень влияния финансового левериджа на прибыльность собственного капитала (ROE). При этом финансовый леверидж увеличивает или уменьшает ROE , если разница между рентабельностью операционных активов и средневзвешенной ценой привлечения заёмного капитала, называемая спредом финансового левериджа, положительна или отрицательна:

$$ROE = RNOA + (FSPREAD \times FLEV),$$

где $FSPREAD$ (*Financial Leverage Spread*) – спред финансового левериджа, чем выше положительное значение спреда финансового левериджа, тем выше при прочих равных условиях будет его эффект.

Такая формулировка ясно показывает отличия влияния операционных и финансовых решений на уровень рентабельности собственного капитала. Если финансовый леверидж фирмы равен нулю (отсутствует заёмный капитал), уравнение принимает вид равенства рентабельности собственного капитала (ROE) и рентабельности чистых операционных активов ($RNOA$).

Рентабельность чистых операционных активов можно определить путём деления чистой операционной прибыли после уплаты налогов на чистые операционные активы:

$$RNOA = NOPAT / NOA.$$

Здесь $NOPAT$ (*Net operating profits after-tax*) – чистая операционная прибыль после уплаты налогов; NOA (*Net operating assets*) – чистые операционные активы, могут быть определены по формуле

$$NOA = D + E,$$

где D – заемный капитал; E – собственный капитал.

Возможны различные способы определения рентабельности активов. Один из наиболее распространенных – отношение чистой прибыли (*Net Income – NI*) к совокупным активам (*Total Assets – TA*):

$$ROA = NI / TA,$$

где NI – чистая прибыль; TA – совокупная величина активов.

Проблема данного способа – смешение операционных и финансовых решений, что может ввести в заблуждение.

Альтернативный способ – заменить чистую операционную прибыль после налогов на чистую прибыль. Так,

$$NOPAT = EBIT (1 - T),$$

где $EBIT$ (*Earnings before interest and tax*) – операционная прибыль до выплаты налогов и процентов; T (*Tax rate*) – ставка налога, уплачиваемая предприятием.

В таком случае остается проблема совокупных активов. Во-первых, активы включают не только операционные, но и неоперационные активы (например приносящие проценты денежные эквиваленты) (*XCASH – Excess Cash*). Во-вторых, операционные обязательства (*OL – Operating Liabilities*) или беспроцентный заёмный капитал (например, кредиторская задолженность) уменьшают чистые инвестиции в операционные активы. Поэтому целесообразно для анализа рентабельности собственного капитала использовать такую модель чистых операционных активов:

$$NOA = TA - XCASH - OL.$$

Предприятия с оправданными операционными обязательствами не только увеличивают инвестиции в операционную деятельность, но также увеличивают рентабельность чистых операционных активов. Также как предприятия увеличивают рентабельность собственного капитала, используя финансовые обязательства, можно увеличивать рентабельность чистых операционных активов (и как следствие рентабельность собственного капитала), используя операционные обязательства:

$$RNOA = ROOA + (ROOA - k_s) \times OL / NOA,$$

где *ROOA (Return on Operating Assests)* – рентабельность операционных активов; k_s – предполагаемая стоимость использования беспроцентного заемного капитала.

Полученное уравнение рентабельности чистых операционных активов аналогично уравнению рентабельности собственного капитала. Второе слагаемое формулы показывает степень влияния левериджа операционных обязательств на рентабельность чистых операционных активов. Если у предприятия отсутствует такой леверидж, рентабельность чистых операционных активов будет равна рентабельности операционных активов. При этом, если рентабельность операционных активов больше предполагаемой цены привлечения беспроцентного капитала, рентабельность чистых операционных активов увеличивается. Другими словами, отношение операционных обязательств к чистым операционным активам показывает величину левериджа операционных обязательств *OLLEV (Operating liability leverage)*, а операционные обязательства увеличивают (уменьшают) рентабельность чистых операционных активов, если разница между рентабельностью операционных активов и предполагаемой ценой, называемая «спредом левериджа операционных обязательств», *OLSPREAD (Operating liability leverage)*, положительна или отрицательна:

$$RNOA = ROOA + (OLSPREAD \times OLLEV).$$

Рентабельность операционных активов может быть рассчитана следующим образом:

$$ROOA = (NOPAT + k_s OL) / OA,$$

где $NOPAT$ – чистая операционная прибыль после уплаты налогов; $k_s OL$ – предполагаемая посленалоговая цена расходов на использование операционных обязательств; $OA = TA - XCASH$ – операционные активы предприятия.

Используя уравнение рентабельности операционных активов и определение рентабельности собственного капитала, разницу между ROE и $ROOA$ можно записать в виде равенства:

$$ROE - ROOA = (ROOA - k_d) \times FLEV + (ROOA - k_s) \times OLLEV.$$

Такая детализация рентабельности собственного капитала на финансовый и операционный леверидж способствует лучшему пониманию того, почему ROE отличается у различных предприятий, и того, каким образом финансовые или операционные решения могут повлиять на прибыльность предприятия.

Апробация предложенной модели проведена на примере украинского строительного предприятия (таблица).

Факторный анализ рентабельности собственного капитала предприятия за 2006-2007 гг.

Показатели	2006 г.	2007 г.
TA – совокупная величина активов, тыс. грн.	202683,5	376101,7
OL – операционные обязательства, тыс. грн.	170792,4	260661,1
D – заемный капитал под проценты, тыс. грн.	19174,6	71001,5
E – собственный капитал, тыс. грн.	12716,5	44439,1
$EBIT$ – операционная прибыль до выплаты налогов и процентов, тыс. грн.	7496,3	32130,1
T – ставка налога	25	25
$NOPAT = EBIT(1-T)$	5622,2	24097,6
$NOA = TA - XCASH - OL$	31891,1	115440,6
$FLEV$	150,79%	159,77%
$OLLEV$	535,55%	225,80%
K_d	7,4%	5,2%
k_s	7,4%	5,2%
$ROE = NI / E$	48,98%	71,38%
$ROE = RNOA + (RNOA - K_d) \times D/E$	33,05%	45,92%
$RNOA = NOPAT / NOA$	17,63%	20,87%
$ROOA = (NOPAT + k_s OL) / OA$	2,84%	6,44%
$RNOA = ROOA + (ROOA - k_s) \times OL / NOA$	-21,60%	9,25%

Различные результаты, полученные в результате расчета ROE и $RNOA$ с использованием стандартной и факторной формул, свидетельствуют о невозможности использования данных отчетности украинского предприятия без предварительной корректировки. Так, примене-

ние стандартных формул для расчета дает завышенные результаты показателей, что может ввести в заблуждение управленческий персонал, способствовать утрате времени на своевременную реакцию для принятия адекватных решений.

1.Бланк И.А. Основы финансового менеджмента. – К.: Ника-Центр, Эльга, 2002. – 450 с.

2.Fundamentals of corporate finance / Stephen A.Ross, Randolph W.Westerfield, Bradford D.Jordan – 2nd ed., annotated instructor's ed. – Boston – IRWIN, 2005. – 724 p.

3.Understanding financial statements/ Lyn M.Fraser, Aileen Ormiston. – 5th ed. – Upper Saddle River, New Jersey – Prentice-Hall, 1998. – 348 p.

4.Ahmet Tezel and Ginette M. McManus Disaggregating the Return on Equity: An Expanded Leverage Approach // Journal of Applied Finance: Theory, Practice, Education, spring/summer. – 2003. – №1. – P.66-71.

Получено 08.09.2008

УДК 338.001.36

Г.Ф.АЗАРЕНКОВ, канд. екон. наук

Харківський національний економічний університет

СТАТИСТИЧНІ ОЦІНКИ РОЗВИТКУ БАНКІВСЬКОГО СЕГМЕНТУ ВІТЧИЗНЯНОГО ФІНАНСОВОГО РИНКУ

Узагальнено доцільність розгляду статистичних оцінок часових рядів, які характеризують функціонування банківського сектору економіки. Розкрито невизначеність розвитку банківського сегменту вітчизняного фінансового ринку. Досліджено розвиток банківського сегменту з погляду Харківського регіону та його окремих банків.

Розкриття засад управління деяким суб'єктом господарювання, або визначення регулюючих впливів щодо доцільної корекції такого управління передбачає, насамперед, проведення ґрунтового та всебічного аналізу функціонування суб'єкту господарювання. Не менш важливим у проведенні означеного аналізу є також дослідження змін у зовнішньому середовищі, де ключове значення, з погляду вітчизняних реалій економічного розвитку, може бути відведене дослідженню банківського сектору економіки. Це пов'язано як з тим, що банки відіграють провідну роль у відтворювальній структурі економіці, так і з тим, що фінансова складова взагалі є визначальною у діяльності будь-якого суб'єкту господарювання. Тож, у разі визначення в якості об'єкту дослідження окремого банку важливо провести аналіз функціонування як певного банку, так і банківської системи загалом. Основу ж здійснення будь-якого аналізу узагальнює сукупність показників, яка не лише повинна характеризувати діяльність суб'єкту господарювання, що досліджується, а й визначати, як вірно підкреслюють у своїх дослідженнях різні науковці, динаміку його траєкторії розвитку [6-8]. В цілому ж